

A Systematic Literature Review of Price Gaps in Closed-End Funds Using the Meta-Synthesis Method¹

Abdolkarim Maleknia², Javad Shekarkhah³, Maghsoud Amiri⁴

Received: 2024/12/14

Accepted: 2025/03/04

Research Paper

Abstract

Over the years, it has been observed that shares of closed-end funds (CEFs) are frequently traded at prices that differ significantly from the total market value of the underlying assets held by these funds, resulting in a gap between the share price and the net asset value (NAV). Despite numerous studies, no single explanation or identified component from traditional or behavioral finance has fully accounted for the price gaps in CEF share trading. This issue remains a significant and longstanding debate between traditional and behavioral finance paradigms. The primary objective of this study is to review existing research on closed-end funds to identify key indicators influencing price gaps in the trading of these funds' units, from both traditional and behavioral finance perspectives. A deeper understanding of CEF behavior encourages further research into these funds, market efficiency, asset pricing, and the paradigms of traditional and behavioral finance.

This study is classified as developmental research and adopts a qualitative research methodology, utilizing a meta-synthesis approach. To achieve the research objectives, 389 studies conducted between 1968 and 2024 were reviewed, with 88 articles meeting the inclusion criteria analyzed using the Sandelowski and Barroso meta-synthesis method. The analysis identified four components comprising 35 indicators, categorized into four dimensions: political factors, economic factors, fund-specific factors, and psychological factors. These components were further classified into two overarching dimensions—traditional (rational) finance and behavioral finance—based on the existing literature. The traditional finance dimension, grounded in the theory of rational investor behavior, attributes price gaps to logical, fundamental reasons and fund-specific characteristics, identifying 25 indicators across three components (political factors, economic factors, and fund-specific factors). Conversely, the behavioral finance dimension, rejecting the assumption of rational investor behavior, posits that investors' behavioral biases play a critical role in the deviation of fund prices from their NAVs, identifying 10 indicators within one component (psychological factors).

Keyword: Closed-End Funds, Price Gap, Traditional Finance, Behavioral Finance, Closed-End Fund Puzzle.

JEL Classification: G12.

1. doi: 10.22051/jera.2025.49210.3334

2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (Amirshakila2000@yahoo.com).

3. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (shekarkhah@atu.ac.ir).

4. Professor, Department of Industrial Management, Faculty of Accounting and Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (amiri@atu.ac.ir).

<https://jera.alzahra.ac.ir>

مرور نظامند ادبیات شکاف قیمتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت به روش فراترکیب^۱ عبدالکریم ملک نیا^۲، جواد شکرخواه^۳، مقصود امیری^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۱۴

مقاله پژوهشی

چکیده

طی سال‌ها مشاهده شده است که سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت^۵ معمولاً با قیمت‌هایی خرید و فروش می‌شود که مشخصاً با مجموع ارزش بازار تک تک سهام دارایی‌هایی که صندوق‌ها در اختیار دارند، یکی نیست (شکاف قیمتی سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت با خالص ارزش دارایی آن‌ها). از طرفی تاکنون، هیچ یک از توضیحات ممکن و مولفه‌های شناسایی شده از سوی مالی سنتی یا مالی رفتاری نتوانسته است به تنهایی و به طور کامل وقوع شکاف قیمتی در معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت را توضیح دهد. این موضوع همچنان یکی از موضوعات مهم و دارای سابقه بحث طولانی مدت بین مالی سنتی و مالی رفتاری است. هدف اصلی این مقاله بررسی تحقیقات انجام یافته در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت با هدف شناسایی شاخص‌های موثر بر وقوع شکاف قیمتی در معاملات واحدهای این صندوق‌ها از منظر دو دیدگاه مالی سنتی و مالی رفتاری است. در واقع درک بهتر رفتار صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، موجب شده است که تحقیقات زیادی در خصوص این صندوق‌ها، کارایی بازار، قیمت گذاری دارایی‌ها و پارادایم‌های مالی سنتی و رفتاری صورت پذیرد. پژوهش حاضر به لحاظ هدف، در زمره پژوهش‌های توسعه‌ای قرار دارد و برای انجام آن از روش تحقیق کیفی استفاده شده است. از بین روش‌های تحقیق کیفی، روش فراترکیب مورد استفاده قرار گرفته است. برای دستیابی به اهداف پژوهش، ۳۸۹ مطالعه در بازه زمانی ۱۹۶۸ تا ۲۰۲۴ مورد بررسی قرار گرفت. در این فرایند، ۸۸ مقاله شناسایی شدند که موفق به کسب امتیازات لازم شدند. این مقالات سپس با بهره‌گیری از روش فراترکیب سندلوسکی و باروسو^۶ به دقت تحلیل شدند. ارزیابی مقالات انتخاب شده منجر به شناسایی ۴ مولفه با ۳۵ شاخص گردید. مولفه‌های شکاف قیمتی در چهار بعد عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی، عوامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری و عوامل روانشناختی طبقه‌بندی شدند و در نهایت این مولفه‌های مستخرج از مقالات نیز بر اساس ادبیات پژوهش موجود در این حوزه در دو بعد مالی کلاسیک (منطقی) و مالی رفتاری طبقه‌بندی گردید. در واقع بعد مالی سنتی با تکیه بر نظریه رفتار عقلانی سرمایه‌گذاران به دنبال ارتباط دادن این اختلاف به دلایل منطقی، بنیادی و ویژگی‌های خاص هر صندوق می‌باشد که بر این اساس ۲۵ شاخص در ۳ مولفه (عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی، عوامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری) طبقه‌بندی گردید. در سمت مقابل بعد مالی رفتاری با نفی رفتار منطقی سرمایه‌گذاران، معتقد است که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نقش اساسی در انحراف قیمت صندوق‌ها از خالص ارزش دارایی آنها دارد. بر همین اساس ۱۰ شاخص در ۱ مولفه (عوامل روانشناختی) طبقه‌بندی گردید. **واژه‌های کلیدی:** صندوق‌های صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، شکاف قیمتی، مالی سنتی، مالی رفتاری، معمای صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی موضوعی: G12.

10.22051/jera.2025.49210.3334.doi. ۱

۲. دانشجوی دکتری، رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) (amirshakila2000@yahoo.com).

۳. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (shekarkhah@atu.ac.ir).

۴. استاد، گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (amiri@atu.ac.ir).

https://jera.alzahra.ac.ir

5. Closed-End Funds

6. Sandelowski and Barroso

مقدمه

توسعه بازارهای مالی تأثیر مستقیم و مثبتی بر رشد و پیشرفت اقتصادی دارد و نشان‌دهنده این است که برای دستیابی به یک اقتصاد پیشرفته، وجود بازارهای مالی منظم، کارآمد و رقابتی ضروری است. بنابراین، یکی از اصول بنیادی هر نظام اقتصادی، فراهم آوردن شرایط مناسب برای فعالیت بازارهای مالی پویا و رقابتی است. این بازارها وظیفه دارند منابع پس‌اندازی را به‌خوبی تجهیز و به صورت بهینه بین فعالیت‌های گوناگون اقتصادی تخصیص دهند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از نهادهای مالی، با هدف جمع‌آوری و مدیریت حرفه‌ای سرمایه‌های خرد، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند تا بدون نیاز به داشتن تخصص در حوزه سرمایه‌گذاری، بتوانند در بازارهای مالی فعالیت کنند. این نهادها با تجمع منابع مالی کوچک و بزرگ، اقدام به خرید سهام، اوراق مشارکت و سایر ابزارهای مالی می‌نمایند. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران می‌توانند از مزایای استفاده از مدیریت حرفه‌ای برخوردار شوند و ریسک‌های مالی را کاهش دهند. از این رو، وجود صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به بازارهای مالی رونق می‌بخشد و رشد و توسعه اقتصادی را شتاب می‌دهد. این موضوع در کشورهای در حال توسعه همچون ایران که محدودیت و پراکندگی منابع پس‌اندازی و سرمایه یکی از ویژگی‌های مهم آن می‌باشد باید از اهمیت و جایگاه بیشتری برخوردار باشد.

با توجه به اینکه طرح تجاری یک شرکت و صندوق سرمایه‌گذاری متفاوت از طرح تجاری یک شرکت تولیدی است، پس می‌توان انتظار داشت که روش‌های ارزش‌گذاری یک شرکت تولیدی متفاوت از صندوق و شرکت سرمایه‌گذاری باشد. در نتیجه این صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری را نمیشود همانند شرکت‌های تولیدی بر مبنای فروش و سود خالص ارزش‌گذاری کرد. ارزش‌گذاری این صندوق‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها از طریق ارزش‌گذاری دارایی‌های آن صورت می‌پذیرد که خالص ارزش دارایی^۱ نام دارد.

در نگاه اول ارزش‌گذاری صندوق و شرکت‌های سرمایه‌گذاری آسان به نظر می‌رسد چرا که ارزش حاصل جمع دارایی‌های صندوق یا شرکت سرمایه‌گذاری در بازار کارا می‌باشد و طبق تئوری بازار کارا انتظار می‌رود که این صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به قیمتی

1. Net Asset Value

معادل یا نزدیک با خالص ارزش دارایی‌های هر صندوق معامله شود. اما قیمت گذاری این صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار که بر اساس عرضه و تقاضا است حاکی از آن است که در اکثر مواقع بین قیمت و خالص ارزش دارایی‌ها اختلاف فاحشی وجود دارد و این موضوع تبدیل به یک پرسش اساسی شده است. چرا که مطابق با تئوری بازار کارا قیمت‌ها منعکس‌کننده همه اطلاعات می‌باشد و هیچ‌گونه فرصتی جهت کسب بازده غیر عادی وجود ندارد در نتیجه در صورت وجود تفاوت بین قیمت و خالص ارزش دارایی‌ها، آربیتراژگران به سرعت از این فرصت جهت کسب بازده غیر عادی استفاده می‌کنند و این تفاوت را از بین می‌برند. در پژوهش گذشته استدلال‌های مختلفی همچون ارزش گذاری اشتباه دارایی‌ها (مالکیل^۱ ۱۹۷۷ و پانتیف^۲، ۱۹۹۶)، هزینه‌های نمایندگی و سیگنال دهی (لی^۳ و همکاران، ۱۹۹۰ و ۱۹۹۱، برکلی^۴ و همکاران، ۱۹۹۳، پانتیف، ۱۹۹۵، چی و ترزنسینکا^۵، ۱۹۹۹، جانسون^۶ و همکاران، ۲۰۰۶)، هزینه‌های مدیریتی (برک و اسانتون^۷، ۲۰۰۷)، هزینه‌های صندوق (رس^۸، ۲۰۰۲)، مالیات (مالکیل، ۱۹۷۷)، هزینه‌های آربیتراژ (دی لانگ^۹ و همکاران، ۱۹۹۰)، نقد شوندگی پایین دارایی صندوق‌ها (مالکیل، ۱۹۷۷ و لی، ۱۹۹۱ و چرکیس^{۱۰} و همکاران، ۲۰۰۹)، رفتار سرمایه‌گذاران (دی لانگ و همکاران، ۱۹۹۰، دی لانگ و شلیفر^{۱۱}، ۱۹۹۲، هاونگ^{۱۲}، ۲۰۱۱، لی و همکاران، ۱۹۹۱) برای توجیه این تفاوت‌ها ارائه شده است. اما به طور کلی این دلایل را می‌توان از دو منظر طبقه‌بندی نمود:

۱- منظر مالی کلاسیک: رویکرد مالی کلاسیک با تکیه بر نظریه رفتار عقلانی سرمایه‌گذاران به دنبال ارتباط دادن این اختلاف به دلایل منطقی، بنیادی و ویژگی‌های خاص هر صندوق می‌باشد.

1. Malkiel
2. Pontiff
3. Lee
4. Barclay
5. Chay& Trzcinka
- 6 Johnson
7. Berk& Stanton
8. Ross
9. De Long
10. Cherkas
11. De Long& Shleifer
12. Hwang

۲- منظر مالی رفتاری: با نفی رفتار منطقی سرمایه‌گذاران، معتقد است که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نقش اساسی در انحراف قیمت صندوق‌ها از خالص ارزش دارایی آنها دارد.

در تحقیقات بین‌المللی و داخلی انجام شده در خصوص شاخص‌های موثر بر وقوع شکاف قیمتی در معاملات واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، معیارهای گوناگونی در خصوص توجه به این شکاف قیمتی به صورت محدود و اکثراً از دریچه یک بعد از ابعاد مالی یا رفتاری، ارایه شده است، اما تاکنون تحقیقی در کشور در خصوص شناسایی یکپارچه این مولفه‌ها و ارایه نگرش جامعی در خصوص دلایل ایجاد موضوع شکاف قیمتی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت انجام نگرفته است. با توجه به مطالب فوق‌الذکر، مساله اصلی تحقیق حاضر این است که چه مولفه‌ها و شاخص‌هایی باعث شکل‌گیری شکاف قیمتی در ارزش سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت با خالص ارزش دارایی آنها می‌شود؟

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه برای قیمت‌گذاری اوراق بهادار تکنیک‌ها و روش‌های مختلفی را بکار می‌گیرند که در دو دسته کلی تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکال قرار می‌گیرند. پشوانه این دو روش نیز مبانی نظری مبتنی بر مالی کلاسیک و مالی رفتاری قرار دارد. البته در این میان عوامل دیگری از جمله چگونگی استقرار و کیفیت اجرای نظام‌های حاکمیت شرکتی و شرایط جاری زمان تصمیم‌گیری نیز از طریق تغییر انتظارات در سرمایه‌گذاران، در ارزش‌گذاری شرکتها تاثیر گذار می‌باشد. در ادامه تلاش می‌شود تا چکیده‌ای از مبانی نظری در این خصوص و چگونگی ارتباط آن با موضوع تحقیق حاضر بیان شود:

مالی کلاسیک

نظریه‌های مالی سنتی بر این باورند که قیمت سهام تنها از طریق ارزیابی عینی و منطقی سرمایه‌گذاران و تلاش برای حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار تعیین می‌شود و هیچ توجهی به جنبه‌های رفتاری و روان‌شناختی سرمایه‌گذاران ندارند. بر اساس فرضیات مربوط به رفتار منطقی سرمایه‌گذاران و کارایی در بازار سرمایه، می‌توان گفت که بازده مورد انتظار برای سهام، به‌نوعی به‌عنوان ترکیبی خطی از ریسک و بازده مورد انتظار شناخته می‌شود. لذا انتظار می‌رود زمانی که قیمت سهم یا صندوق سرمایه‌گذاری از ارزش مورد انتظار کمتر است سرمایه‌گذاران

به صورت منطقی وارد عمل شده و از این فرصت و فاصله قیمتی جهت کسب بازدهی مورد انتظار استفاده نمایند. براساس این فرضیه حتی اگر تعداد محدودی از سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه رفتار غیرعقلایی داشته باشند این واکنش به حدی با یکدیگر همبستگی ندارند که بتوانند قیمت سهم را از حرکت در مسیر رسیدن به قیمت کارا منحرف سازند. اما شروع به فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر حامیان این دیدگاه را با چالش اساسی روبرو کرده است. چرا که علی‌رغم کارایی بازار سرمایه ایران در سطح نیمه قوی فاصله قابل توجهی بین قیمت و ارزش خالص دارایی‌های این سرمایه‌گذاری وجود دارد. این در حالی است که اکثر تحقیقات دانشگاهی که موضوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت (معمای قیمت صندوق‌ها) را پوشش می‌دهند به دنبال توضیح و توجیه این کسر قیمت سهام می‌باشند.

فدمن و اسکات^۱ (۱۹۹۱) در مقاله خود چنین استدلال می‌کنند که ممکن است قسمتی از کسر سهام ناشی از بدهی‌های مالیات بر منفعت سرمایه باشد و نشان می‌دهند که اگر عملکرد (بازده) پرتفوی مناسب و میزان دیون مالیاتی منفعت سرمایه زیاد باشد، در این صورت کسر سهام طبق روال گذشته رفتار خواهد کرد. رویه‌های دفترداری می‌تواند بطور بالقوه ارزش خالص دارایی صندوق را بیش از اندازه یا کمتر از حد لازم برآورد نماید. مالکیل^۲ (۱۹۷۷) در مطالعات خود متوجه این موضوع شد که در طول دوره زمانی ۱۹۶۹ تا ۱۹۷۴ بین کسر سهام و نسبت سهام غیر قابل معامله موجود در پرتفوی رابطه قابل ملاحظه‌ای وجود داشته است. با این حال لی شلیفر و تالر^۳ (۱۹۹۵) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری در سهام غیر قابل معامله نمی‌تواند قسمت عمده معمای کسر سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت را توجیه نماید. سلتزر^۴ (۱۹۸۹) چنین استدلال می‌کند که کسر سهام را می‌توان با قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار غیر قابل معامله موجود در پرتفوی توجیه نمود. وی نشان می‌دهد که قیمت این اوراق بهادار احتمالاً به خاطر سختی تعیین قیمت جاری یا قیمت بازار آن‌ها، بیش از ارزش واقعی شان در نظر گرفته می‌شود. اهمیت نقد شوندگی در رابطه با توجیه بازده سهام توسط داتار و همکاران (۱۹۹۸) نشان داده است. نقد شوندگی و استدلال‌های مربوط به آن یک دلیل موجه

1. Fredman & Scott

2. Malkiel

3. Lee & Thaler

4. Seltzer

احتمالی برای وجود کسر سهام است. بونسر نیل^۱ و همکاران (۱۹۹۰) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا بین اعلام تغییر در محدودیت‌های سرمایه‌گذاری و تغییر در نسبت قیمت به ارزش خالص دارایی‌ها رابطه وجود دارد. این محققین با استفاده از مشاهدات هفتگی در طول دوره زمانی ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۹ به این نتیجه رسیدند که بعد از اعلام آزادسازی سرمایه‌گذاری، نسبت قیمت به ارزش خالص دارایی‌های چهار صندوق از مجموع پنج صندوق بطور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافت.

مالی رفتاری

دی لانگ^۲ و همکاران (۱۹۹۰) با استناد به این نکته که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران معمولاً جنبه‌های کوتاه‌مدت دارند و همواره تحت تأثیر ریسک‌ها و هزینه‌های مختلف قرار می‌گیرند، رویکرد سنتی در حوزه قیمت‌گذاری سهام را مورد چالش قرار دادند. آنان نشان دادند که قیمت سهام می‌تواند ناشی از شور و هیجان مصنوعی معامله‌گران از ارزش واقعی خود فاصله بگیرد و عمده‌ترین دلیل آن سرمایه‌گذارانی هستند که تصمیماتشان بیش از آن که متکی بر تجزیه و تحلیل اساسی فرصت‌ها باشد بیشتر متکی بر احساسات و اعتقادات غیر منطقی بوده است (کومار و لی^۳، ۲۰۰۶). بازارهای مالی به طور واقعی دارای جنبه‌های روانشناختی هستند و می‌توان گفت که به نوعی شخصیت و ویژگی‌های خاص خود را دارا می‌باشند. این بازارها نه تنها تحت تأثیر داده‌های اقتصادی و فنی قرار می‌گیرند، بلکه افکار، باورها و حتی احساسات سرمایه‌گذاران و معامله‌گران نیز بر روی رفتار آنها تأثیر می‌گذارد. (لو^۴ همکاران، ۲۰۱۴). نگرانی عمیق ناشی از پذیرش ریسک، ویژگی بارز این تعریف از بازار است که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران احساسات متنوعی را تجربه کنند. در یک لحظه ممکن است حس امید و انتظاری مثبت داشته باشند و در لحظه‌ای دیگر، با احساس نگرانی و اضطراب مواجه شوند. اما شناخت عمیق بازار سرمایه نه تنها به پیش‌بینی دقیق‌تر روندها کمک می‌کند، بلکه می‌تواند ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را کاهش دهد و در نتیجه، بازدهی بالاتری را برای سرمایه‌گذاران به ارمغان آورد. سیمپسون^۵ (۲۰۱۳). احساسات سرمایه‌گذاران را به عنوان «یک باور در مورد

1. Bonser-Neal
2. De Long
3. Kumar and lee
4. Luo
5. Simpson

جریانهای نقدی آینده یا ریسک‌های سرمایه‌گذاری که با واقعیات در دسترس تأیید نشده‌اند» تعریف می‌کنند. با توجه مبانی نظری اشاره شده میتوان گفت قسمتی از این تفاوت خالص ارزش دارایی با قیمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری ناشی از رفتارهای سرمایه‌گذاران است. زد و یگ^۱ (۱۹۷۳) نخستین کسی است که نشان داده است که کسر سهام ممکن است نشان دهنده انتظارات سرمایه‌گذاران حقیقی باشد. ویس^۲ (۱۹۸۹) در سال ۱۹۸۹ از این حدس و گمان دفاع کرده و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حقیقی برخلاف سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) از حق مالکیت بیشتری در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت برخوردارند. لی شلیفر و تالر^۳ (۱۹۹۱) بر این شواهد و ادله تکیه کرده و برآورد می‌کنند که تغییرات کسر سهام نشان دهنده احساسات و عقاید متفاوت سرمایه‌گذاران حقیقی است. دی لونگ و همکاران (۱۹۹۰) و لی و همکاران (۱۹۹۱) بر مبنای مدل «معامله غیر عقلانی»^۴ که با نظریه بازار کارا همخوانی ندارد، یک توجیه احتمالی برای معمای کسر سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت ارائه کردند. لی و همکاران (۱۹۹۱) نشان می‌دهند که مفاهیم ضمنی و تلویحی ناشی از نظریه احساسات سرمایه‌گذار در شواهد و ادله‌ی بدست آمده از بازار ایالات متحده مورد تأیید قرار گرفته‌اند.

علی‌رغم تحقیقات صورت گرفته در خصوص معمای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسته، اما تاکنون پژوهشی که به صورت جامع به شناسایی این عوامل پردازد صورت نگرفته است. لذا پژوهش حاضر به دنبال این است که با استفاده از رویکرد فراترکیب عوامل اثرگذار بر این شکاف را شناسایی کند.

فرضیه‌ها یا سوالات پژوهش

مولفه‌ها و شاخص‌های موثر بر وقوع شکاف قیمتی در معاملات واحدهای صندوق‌های با سرمایه ثابت کدام است؟

جهت پاسخگویی به سوال فوق، ابتدا میبایست ابعاد پژوهش حاضر (موضوع، جامعه مورد بررسی، زمان، معیارهای پذیرش منابع و ...) به صورت واضح مشخص گردد. در جدول ذیل ابعاد انجام پژوهش ارائه شده است:

1. Zweig
2. Weiss
3. Lee & Thaler
4. trading wise

جدول ۱. ابعاد انجام پژوهش

پارامترها	معیار پذیرش
موضوع پژوهش‌های مورد مطالعه	ارزیابی عوامل و مولفه‌های موثر بر ایجاد صرف یا کسر ^۱ (شکاف قیمتی) در معاملات سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت
زمان انجام پژوهش‌ها	از سال ۱۹۶۸ الی سال ۲۰۲۴
نوع پژوهش‌های انجام شده	مقالات نمایه شده در پایگاه استنادی اسکوپوس و گوگل اسکولار ^۲
روش‌های انجام شده در پژوهش‌ها	انواع روشهای کیفی و روش‌های کمی در صورت ارائه نتایج مربوط به موضوع مولفه‌های ایجاد شکاف قیمتی در صندوق‌های با سرمایه ثابت
محدوده جغرافیایی پژوهش‌های انجام شده	کشورهای مختلف و بدون اعمال محدودیت خاص - جهت پوشش حداکثری فرآیند شناسایی مولفه‌ها در پژوهش حاضر (تحقیقات مورد مطالعه در کشورهای مختلفی انجام یافته‌اند)
زبان انجام پژوهش‌ها	انگلیسی

روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر با به کارگیری یک روش موثر در بررسی مطالعات، به تحلیل جامع در حوزه شکاف قیمتی در صندوق‌های با سرمایه ثابت می‌پردازد. بررسی نظام‌مند ادبیات در دهه اخیر مورد توجه بسیاری از محققان در علوم مختلف قرار گرفته است (گوسلین و نایم^۳ ۲۰۰۹؛ موریوکا و کاروالهو^۴، ۲۰۱۶). بررسی نظام‌مند ادبیات در هر حوزه‌ای به سه مرحله اصلی تقسیم می‌شود (جدول ۱). در مرحله نخست، ساختار تحقیق شکل می‌گیرد که شامل تعیین اهداف و سوالات تحقیق، تدوین پروتکل جستجو و مرور مقالات، و در نهایت مشخص کردن روش‌های تجزیه و تحلیل است. در مرحله دوم، فعالیت‌های لازم برای جمع‌آوری و استخراج داده‌ها و همچنین تجزیه و تحلیل مطالعاتی که از نظر کیفی مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند، انجام می‌شود. در مرحله نهایی، نتایج به‌دست‌آمده مورد تحلیل قرار گرفته و پیشنهاداتی بر اساس آن‌ها ارائه می‌شود. در ادامه، به تفصیل به فعالیت‌های ضروری در هر یک از این مراحل پرداخته خواهد شد.

این پژوهش از نظر هدف جز پژوهش‌های توسعه‌ای بوده و از پارادایم تفسیری در آن استفاده شده است. روش تحقیق مورد استفاده، روش تحقیق کیفی بوده و جهت استخراج شاخص‌ها

1. Premium or Discount

2. Scopus

3. Gosling & Naim

4. Morioka & Carvalho

در ابعاد مالی سنتی و مالی رفتاری، از روش فراترکیب بهره گرفته شده است. در روش فراترکیب، هدف اصلی پژوهش ایجاد یک چارچوب کلی مبتنی بر نتایج تحقیقات پیشین در یک حوزه خاص است. این روش به عنوان یک شیوه کیفی برای تحلیل منظم و سیستماتیک مطالعات انجام شده شناخته می‌شود. فراترکیب نیازمند بررسی دقیق و عمیق مطالعات گذشته و تحلیل جامع آن‌ها است تا بتوان یک چارچوب جامع و معتبر ارائه کرد. این فرآیند به پژوهشگران این امکان را می‌دهد که از تجارب و یافته‌های قبلی بهره‌برداری کنند و به درک بهتری از موضوع مورد نظر دست یابند. به این ترتیب، فراترکیب نه تنها به جمع‌آوری اطلاعات کمک می‌کند، بلکه به تبیین و ساختاردهی آن‌ها نیز می‌پردازد تا به نتایج کارآمدتری منجر شود. (باباجانی و همکاران، ۱۴۰۱).

تاکنون محققان روش‌های مختلفی را برای متاستز بر اساس ترکیب نتایج تحقیقاتی مختلف پیشنهاد کرده‌اند. به عنوان مثال می‌توان به روش سندلوسکی و باروسو^۱ (۲۰۰۷) اشاره کرد که به دلیل فرآیند دقیق و سیستماتیک، یکی از مطمئن‌ترین روش‌های یکپارچه سازی است. در پژوهش حاضر نیز از روش مذکور برای دستیابی به اهداف پژوهش استفاده شده است. براساس مدل هفت مرحله ای پیشنهاد شده توسط سندلوسکی و باروسو (۲۰۰۷)، جزئیات مراحل اجرا و نتایج روش فراترکیب ارائه شده است:

مرحله اول) تنظیم سوالات پژوهش

در این مرحله میبایست سوالات پژوهش (چه چیزی، چرا، چه زمانی، به چه علت و ...) مشخص گردد. لیکن ابتدا باید هدف پژوهش به صورت واضح مشخص گردد. که هدف پژوهش حاضر شناسایی مولفه ها و شاخص های موثر بر وقوع شکاف قیمتی در معاملات واحدهای صندوق‌های با سرمایه ثابت با استفاده از روش فراترکیب می باشد.

مرحله دوم) بررسی نظام مند منابع

در این مرحله لازم است منابع در پایگاه مورد نظر و تایید شده جستجو و کلمات کلیدی مرتبط با موضوع تحقیق مشخص شود. بدین منظور اسکوپوس و گوگل اسکالر به عنوان منابع جستجوی پایگاه داده منتخب این تحقیق و با توجه به استراتژی جستجوی زیر، داده های اصلی

مطالعات مرتبط مورد ارزیابی و استخراج قرار گرفتند. همچنین جهت جستجو در پایگاه‌های استنادی مذکور، از کلیدواژه "صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت" و انواع حالات نگارش و موارد مشابه این عبارت در زبان انگلیسی (با استفاده از علامت * در انتهای کلمات کوثری جستجو) استفاده شده است و این عمل شامل جستجو در تمامی بخش‌های "عنوان، کلیدواژگان و چکیده مقالات" می‌باشد.

جدول ۲. عناوین منابع پایگاه‌های استنادی و کلیدواژه جستجو

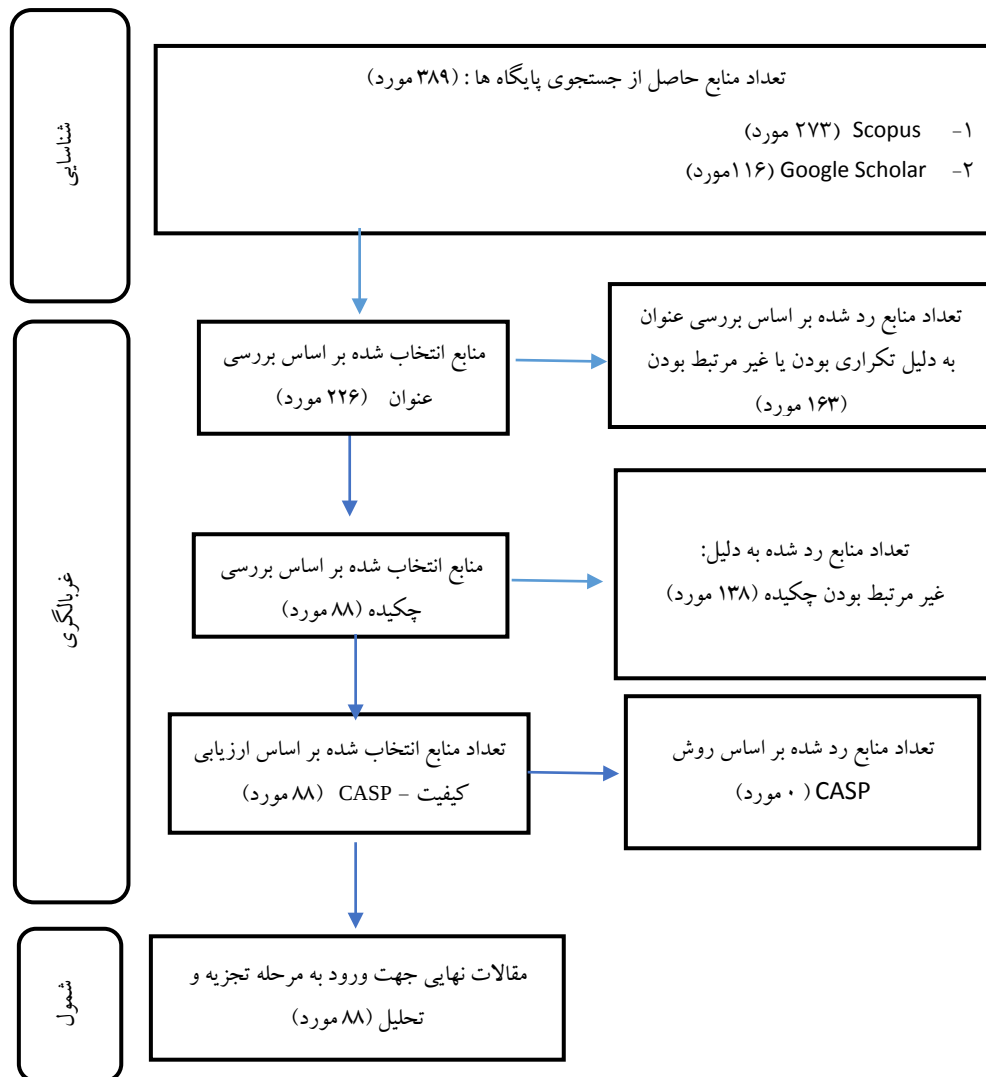
آدرس وب سایت پایگاه استنادی اسکوپوس و گوگل اسکولار https://www.scopus.com https://scholar.google.com	
کوثری جستجو در پایگاه استنادی	TITLE-ABS-KEY ("close* end* fund")

مرحله سوم) جستجو و انتخاب منابع مناسب

همانطور که در مرحله دوم پایگاه اطلاعاتی ارائه گردید، در این مرحله با استفاده از کلیدواژه و کوثری ارایه شده به جستجوی منابع در پایگاه اطلاعاتی پرداخته شد. در مرحله اول تعداد ۳۸۹ منبع (شامل کتب، مقالات منتشر شده در مجلات، مقالات کنفرانسی و ...) یافت گردید که از میان آن‌ها، مواردی که عناوین آنان با هدف و موضوع پژوهش همراستا نبودند (تعداد ۱۶۳ منبع)، حذف گردید. سپس در ۲۲۶ منبع باقیمانده، مطالعاتی که چکیده آنان از نظر محتوایی در راستای اهداف پژوهش حاضر نبودند، حذف گردید (تعداد ۱۳۸ منبع). در مجموع، ۸۸ منبع از نظر کیفیت روش شناختی مورد ارزیابی قرار گرفتند. در این مرحله، برای سنجش هر یک از این منابع، از روش ارزیابی مهارت‌های حیاتی^۱ استفاده شد. این رویکرد شامل ده معیار مشخص است که به کمک آن، به هر منبع امتیاز داده شد. هدف این ارزیابی، تشخیص و تحلیل نقاط قوت و ضعف هر منبع و همچنین بهبود کیفیت اطلاعات ارائه شده در آن‌ها بود. در ارزیابی منابع، به هر یک از معیارها نمره‌ای بین ۰ تا ۵ اختصاص داده شد که در نهایت، حداکثر امتیاز قابل کسب برای هر منبع به ۵۰ می‌رسید. پس از انجام این ارزیابی، منابعی که به طور کلی کمتر از ۵۰ درصد امتیاز کامل را کسب کرده باشند، از لیست حذف خواهند شد. به عبارت دیگر، اگر مجموع نمره یک منبع زیر ۲۵ باشد، آن منبع از فهرست کنار گذاشته می‌شود. با این حال،

1. Critical Appraisal Skills Program

بر اساس امتیازات تخصیص یافته به مقالات در این مرحله، هیچ یک از منابع حذف نشده است. در نهایت تعداد ۸۸ منبع جهت اجرای روش فراترکیب مورد استفاده قرار گرفت (نمودار پریزما، نمودار ۱).



نمودار ۱. فرآیند انتخاب مقالات جهت تحلیل (نمودار پریزما)

در جدول ذیل منابع بررسی شده و امتیازات تخصیص داده شده به آن‌ها ارائه شده است:

جدول ۳. جدول منابع بررسی شده و تخصیص امتیازات

کد منبع	نام نویسندگان	روش نمونه‌گیری	روش و کیفیت جمع‌آوری داده‌ها	تناسب روش تحقیق	امکان بسط دادن نتایج	وضوح اهداف و اهمیت پژوهش	تناسب و تطابق طرح پژوهش	میزان رعایت نکات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل داده‌ها	بیان روشن یافته‌ها	ارزش‌افزایی پژوهش	جمع امتیاز
A01	لی و همکاران (۱۹۹۱)	۵	۵	۴	۴	۵	۵	۴	۵	۵	۵	۴۷
A02	امیهود و همکاران (۲۰۰۵)	۴	۴	۵	۴	۵	۵	۴	۵	۵	۵	۴۶
A03	برک و استتون (۲۰۰۷)	۵	۵	۴	۴	۵	۴	۵	۴	۵	۵	۴۶
A04	چرکس و همکاران، ۲۰۰۸	۵	۴	۵	۴	۵	۵	۵	۴	۵	۵	۴۷
A05	فنج و همکاران، ۲۰۲۳	۴	۴	۴	۴	۵	۵	۴	۵	۵	۵	۴۶
A06	کیم و همکاران، ۲۰۰۶	۵	۵	۴	۴	۵	۴	۵	۴	۴	۵	۴۶
A07	رچلوا، ۲۰۱۱	۵	۵	۵	۵	۵	۴	۵	۵	۴	۴	۴۶
A08	مبنتو، ۲۰۱۹	۵	۵	۵	۳	۴	۴	۴	۵	۵	۵	۴۶
A09	بریمر و همکاران، ۱۹۷۶	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۵	۵	۵	۳	۴۵
A10	باراکلی و همکاران، ۱۹۹۸	۵	۴	۳	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴۵
A11	بیکر و همکاران، ۲۰۱۹	۵	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۳	۵	۴۵
A12	آنتونیو، ۲۰۰۶	۴	۳	۴	۵	۴	۴	۵	۵	۵	۵	۴۵
A13	پوپولا، ۲۰۲۳	۴	۵	۴	۳	۵	۳	۴	۴	۵	۴	۴۲
A14	دورماز، ۲۰۲۳	۵	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۴	۴۲
A15	آلکساکیس، ۱۹۹۱	۴	۴	۴	۵	۳	۴	۳	۴	۵	۴	۴۲
A16	مینویس و همکاران، ۲۰۱۶	۴	۴	۵	۵	۳	۴	۵	۳	۳	۵	۴۲
A17	لامونت، ۲۰۰۳	۵	۳	۳	۴	۵	۳	۴	۴	۴	۵	۴۱
A18	زاج، ۲۰۰۳	۴	۴	۳	۳	۴	۵	۵	۵	۴	۳	۴۱
A19	چارفداین، ۲۰۰۳	۵	۵	۴	۵	۴	۳	۴	۴	۴	۳	۴۱
A20	لازارو، ۲۰۱۵	۴	۵	۴	۴	۳	۵	۳	۵	۳	۴	۴۱

کد منبع	نام نویسندگان	روش نمونه‌گیری	روش و کیفیت جمع‌آوری داده‌ها	تناسب روش تحقیق	امکان بسط دادن نتایج	وضوح اهداف و اهمیت پژوهش	تناسب و تطابق طرح پژوهش	میزان رعایت نکات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل داده‌ها	بیان روشن یافته‌ها	ارزش‌افزایی پژوهش	جمع امتیاز
A21	دیمسون و همکاران، ۲۰۰۲	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۵	۵	۳	۴۱
A22	فراهم و همکاران (۲۰۱۹)	۴	۳	۴	۴	۵	۴	۳	۴	۵	۴	۴۰
A23	لینکی، ۲۰۱۵	۳	۵	۳	۵	۵	۴	۵	۵	۳	۳	۴۱
A24	همیلتون و همکاران، ۲۰۱۵	۴	۴	۴	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۴۰
A25	کیم و همکاران، ۲۰۱۰	۳	۵	۵	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴۰
A26	رایینوویتز، ۲۰۲۴	۴	۴	۳	۵	۵	۵	۳	۳	۵	۳	۴۰
A27	آندرسن، ۲۰۲۰	۴	۳	۴	۳	۵	۴	۵	۵	۴	۳	۴۰
A28	هامس، ۲۰۲۱	۴	۴	۳	۳	۴	۵	۵	۳	۴	۵	۴۰
A29	انسور و همکاران، ۲۰۱۰	۴	۲	۴	۳	۵	۳	۵	۵	۴	۳	۳۸
A30	سوثر (۲۰۱۶)	۳	۴	۵	۴	۵	۳	۴	۳	۵	۳	۳۹
A31	بکارت و بوریاس (۲۰۲۴)	۳	۴	۴	۵	۳	۴	۴	۵	۳	۴	۳۹
A32	گوربر (۲۰۲۴)	۴	۳	۳	۵	۵	۵	۵	۳	۳	۲	۳۸
A33	چن و همکاران (۲۰۰۱)	۴	۲	۴	۳	۵	۳	۵	۵	۴	۳	۳۸
A34	دانمو و همکاران (۲۰۲۴)	۴	۳	۵	۵	۵	۴	۴	۴	۳	۳	۴۰
A35	اسماعیل‌سکو (۲۰۰۸)	۴	۴	۳	۳	۴	۵	۵	۴	۴	۵	۴۱
A36	آلوی، ۲۰۱۸	۴	۴	۵	۴	۳	۳	۵	۴	۴	۳	۳۹
A37	کلمنت، ۲۰۰۵	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۵	۳	۴	۵	۳۹
A38	موهنر و همکاران، ۲۰۰۷	۵	۴	۴	۴	۳	۵	۳	۴	۴	۳	۳۹
A39	هالیگیت و همکاران، ۲۰۱۶	۴	۵	۳	۴	۴	۳	۵	۳	۳	۵	۳۹

کد منبع	نام نویسندگان	روش نمونه‌گیری	روش و کیفیت جمع‌آوری داده‌ها	تناسب روش تحقیق	امکان بسط دادن نتایج	وضوح اهداف و اهمیت پژوهش	تناسب و تطابق طرح پژوهش	میزان رعایت نکات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل داده‌ها	بیان روشن یافته‌ها	ارزش‌افزایی پژوهش	جمع امتیاز
A40	شی و همکاران، ۲۰۱۸	۳	۴	۵	۴	۵	۳	۴	۳	۵	۳	۳۹
A41	ژو و همکاران، ۲۰۰۴	۳	۴	۴	۵	۳	۴	۴	۵	۳	۴	۳۹
A42	شفرین، ۱۹۸۵	۴	۳	۳	۵	۵	۵	۵	۳	۳	۲	۳۸
A43	تیلور، ۲۰۰۳	۴	۲	۴	۳	۵	۳	۵	۵	۴	۳	۳۸
A44	ما و همکاران، ۲۰۱۹	۴	۳	۵	۵	۵	۴	۴	۴	۳	۳	۳۸
A45	وانگ، ۲۰۲۰	۴	۴	۴	۵	۳	۵	۳	۴	۴	۳	۳۸
A46	پیکولینا و همکاران، ۲۰۱۱	۵	۴	۴	۳	۴	۴	۳	۲	۴	۴	۳۸
A47	پوتنز و همکاران، ۲۰۱۱	۴	۳	۳	۳	۵	۴	۲	۵	۳	۵	۳۷
A48	اشراقی و همکاران، ۲۰۱۲	۳	۳	۴	۳	۵	۳	۳	۵	۵	۵	۳۷
A49	الکساندر و همکاران، ۱۹۹۸	۴	۴	۳	۲	۲	۴	۳	۵	۵	۴	۳۶
A50	کاتور، ۲۰۱۸	۴	۴	۴	۳	۴	۲	۵	۳	۳	۵	۳۵
A51	لی و همکاران، ۲۰۱۲	۳	۳	۲	۳	۵	۳	۳	۵	۵	۴	۳۵
A52	توماس و همکاران، ۲۰۱۹	۴	۴	۳	۵	۵	۵	۳	۳	۵	۴	۴۰
A53	رجا، ۲۰۱۸	۴	۳	۴	۳	۵	۴	۵	۵	۴	۵	۴۰
A54	تاراک، ۲۰۱۴	۴	۴	۳	۳	۴	۵	۵	۳	۴	۴	۴۰
A55	مامسکی و همکاران، ۲۰۰۲	۴	۳	۴	۳	۵	۴	۵	۵	۴	۵	۳۹
A56	مکدونالد، ۲۰۰۹	۴	۴	۵	۴	۳	۳	۵	۵	۴	۳	۳۹
A57	ویتاتوس، ۲۰۱۴	۵	۴	۴	۴	۳	۵	۳	۴	۴	۳	۳۹
A58	مینگ و همکاران (۲۰۲۳)	۴	۵	۳	۴	۴	۳	۵	۳	۳	۵	۳۹
A59	منزلر و همکاران (۲۰۰۵)	۳	۴	۵	۴	۵	۳	۴	۳	۵	۳	۳۹

کد منبع	نام نویسندگان	روش نمونه‌گیری	روش و کیفیت جمع‌آوری داده‌ها	تناسب روش تحقیق	امکان بسط دادن نتایج	وضوح اهداف و اهمیت پژوهش	تناسب و تطابق طرح پژوهش	میزان رعایت نکات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل داده‌ها	بیان روشن یافته‌ها	ارزش‌افزایی پژوهش	جمع امتیاز
A60	گولک (۱۹۹۶)	۵	۵	۶	۴	۵	۵	۴	۵	۵	۵	۴۹
A61	ما (۲۰۲۴)	۵	۴	۳	۶	۳	۶	۵	۴	۳	۴	۴۳
A62	کور (۲۰۱۸)	۵	۵	۴	۴	۵	۴	۵	۵	۵	۵	۴۷
A63	والتر و کوستر سیمیچ (۲۰۲۲)	۳	۳	۴	۳	۵	۳	۳	۵	۴	۴	۳۷
A64	بلینی و اسمیت (۲۰۱۳)	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۵	۵	۴	۴	۴۱
A65	کوسنیدیس و همکاران (۲۰۱۱)	۴	۴	۴	۳	۴	۲	۵	۳	۳	۳	۳۵
A66	کیتیپاکاراساکون و همکاران (۲۰۱۸)	۳	۳	۳	۳	۵	۴	۳	۵	۳	۵	۳۷
A67	بلیک و پیکلز (۲۰۲۲)	□	۴	۵	۴	۳	۳	۵	۴	۵	۵	۳۸
A68	دهار و همکاران (۲۰۱۷)	۴	۴	۴	۴	۳	۵	۳	۴	۵	۵	۴۱
A69	یامادا و ناگواتاری (۲۰۱۱)	۳	۵	۳	۴	۴	۳	۵	۳	۴	۵	۳۹
A70	پانتیف (۱۹۷۸)	۴	۴	۵	۴	۵	۳	۴	۳	۷	۳	۴۲
A71	منزلز و سلزاک (۲۰۰۸)	۲	۳	۳	۴	۳	۵	۳	۳	۵	۵	۳۶
A72	آندونو و همکاران (۲۰۱۱)	۵	۴	۴	۳	۲	۲	۴	۳	۵	۴	۳۶
A73	بینبرگن و برندت (۲۰۱۶)	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۲	۵	۳	۳	۳۶
A74	بادی و همکاران (۱۹۸۷)	۳	۳	۳	۲	۳	۵	۳	۳	۵	۴	۳۴
A75	پترسن (۱۹۹۵)	۲	۳	۳	۴	۳	۵	۳	۳	۵	۲	۳۳
A76	لی (۲۰۱۵)	۵	۴	۴	۳	۲	۲	۴	۳	۵	۳	۳۵
A77	چم و همکاران (۲۰۰۴)	۴	۴	۳	۵	۵	۵	۳	۳	۵	۳	۴۰

کد منبع	نام نویسندگان	روش نمونه‌گیری	روش و کیفیت جمع‌آوری داده‌ها	تناسب روش تحقیق	امکان بسط دادن نتایج	وضوح اهداف و اهمیت پژوهش	تناسب و تطابق طرح پژوهش	میزان رعایت نکات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل داده‌ها	بیان روشن یافته‌ها	ارزش‌افزایی پژوهش	جمع امتیاز
A78	کیتیا کاراسرکون و همکاران (۲۰۱۸)	۴	۳	۴	۳	۵	۴	۷	۵	۴	۳	۴۲
A79	منزلر (۲۰۰۵)	۴	۴	۳	۳	۴	۵	۵	۲	۴	۵	۳۹
A80	رحمان (۲۰۲۲)	۵	۴	۳	۶	۳	۶	۵	۴	۳	۴	۴۳
A81	بردلی و همکاران (۲۰۱۰)	۴	۳	۴	۴	۵	۴	۳	۱	۵	۴	۳۷
A82	شن و همکاران، ۲۰۱۹	۴	۳	۳	۵	۵	۵	۵	۳	۳	۲	۳۸
A83	انسور و همکاران، ۲۰۱۰	۴	۲	۴	۳	۵	۳	۵	۵	۴	۳	۳۸
A84	یاروویا و همکاران، ۲۰۲۱	۴	۳	۵	۵	۵	۴	۴	۲	۳	۳	۳۸
A85	اسویتزر، ۲۰۰۷	۵	۵	۳	۴	۴	۳	۵	۵	۳	۳	۴۰
A86	هامر و همکاران، ۲۰۱۰	۴	۴	۵	۴	۳	۵	۴	۴	۴	۳	۴۰
A87	سیالم و همکاران، ۲۰۱۹	۳	۵	۳	۵	۴	۳	۵	۵	۴	۳	۴۰
A88	دیکسون و همکاران، ۱۹۹۵	۵	۴	۳	۳	۴	۵	۳	۵	۳	۴	۳۹

مرحله چهارم و پنجم و ششم) استخراج اطلاعات منابع، تجزیه و تحلیل و ترکیب یافته‌ها

در این مرحله، کلیه منابعی که در مرحله قبلی شناسایی شده بودند، به دقت مورد بررسی قرار گرفتند. نخست با به کارگیری روش کدگذاری باز، شاخص‌های مربوط به شکاف قیمتی که در این منابع ذکر شده بود، استخراج و شناسایی گردید و سپس با استفاده از کدگذاری محوری، مولفه‌ها و ابعاد شکاف قیمتی مشخص گردید. در این مرحله پس از بررسی و تجزیه و تحلیل و حذف مواردی که با یکدیگر مشابه بودند، در نهایت تعداد ۳۵ شاخص منحصر به فرد استخراج گردید. بر اساس تشابه معنایی هر یک از شاخص‌های مورد نظر، این شاخص‌ها به دسته‌های

کلی‌تری تحت عنوان "مؤلفه" تقسیم بندی شدند. به همین ترتیب، این مؤلفه‌ها نیز در قالب دسته‌ای وسیع‌تر و با عنوان "ابعاد" تعریف گردیدند. در جدول ذیل ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخصه‌های شناسایی شده در مبحث شکاف قیمتی ارائه گردیده است:

جدول ۴. جدول ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخصه‌های شناسایی شده در مبحث شکاف قیمتی

ارجاع	شاخص های اندازه گیری	مولفه ها	بعد
چرکس و همکاران(۲۰۰۸)، فنج و همکاران(۲۰۲۳)، کیم و همکاران(۲۰۰۶)	ثبات سیاسی	عوامل سیاسی	مالی سنتی
رچلووا(۲۰۱۱)،مبتو(۲۰۱۹)	محیط قانون گذاری و قدرت نهادهای مختلف در قانون گذاری		
بریمر و همکاران(۱۹۷۶)،باراکلی و همکاران(۱۹۹۸)،بیکر و همکاران(۲۰۱۹)	قوانین و سیاست های مالیاتی		
آنتونیو(۲۰۰۶)،پوپولا(۲۰۲۳)	حقوق مالکیت دارایی (حقوق قانونی برای مالکیت، استفاده و فروش دارایی ها)		
دورماز(۲۰۲۳)	کارآمدی سیاست تجاری کشور		
آلکساکیس(۱۹۹۱)،مینوویس و همکاران(۲۰۱۶)،لامونت(۲۰۰۳)	تحولات سیاسی داخلی موثر بر بورس		
زاج(۲۰۰۳)،چارفداین(۲۰۰۳)	مناسبات سیاسی با سایر کشورها		
رامچندر و همکاران(۲۰۰۸)،لوی بیاتچی(۲۰۰۰)	سیاست در حوزه سرمایه گذاری در کشور		
ازارو(۲۰۱۵)	ناکارآمدی نهادهای سیاسی و قانونی		
دیمسون و همکاران(۲۰۰۲)، لی و همکاران (۱۹۹۱)،لینکی(۲۰۱۵)	نرخ بهره	عوامل اقتصادی	
همیلتون و همکاران(۲۰۱۵)، کیم و همکاران(۲۰۱۰)،رابینوویتز(۲۰۲۴)	نرخ تورم		
آندرسن(۲۰۲۰)،هامس(۲۰۲۱)	ارزش واحد پول ملی و نرخ تبدیل ارز		
فوجیوارا(۲۰۰۶)	عملکرد گذشته بازار سرمایه		
شن و همکاران(۲۰۱۹)،انسور و همکاران(۲۰۱۰)	دوره های رکود و رونق اقتصادی		
یاروویا و همکاران(۲۰۲۱)،اسویتزر(۲۰۰۷)،هامر و همکاران(۲۰۱۰)	وضعیت بازار کار، سرمایه انسانی و بهره بردن اقتصادی از نیروی متخصص		

ارجاع	شاخص های اندازه گیری	مؤلفه ها	بعد
سیالم و همکاران (۲۰۱۹)، دیکسون و همکاران (۱۹۹۵)	قاطعیت و کارآمدی نظام مالیاتی در اجرای قوانین	عوامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری	
منینگ و همکاران (۲۰۲۳)، منزله و همکاران (۲۰۰۵)، گولک (۱۹۹۶)، ب رک و گرین (۲۰۰۴)، کور (۲۰۱۸)	اعتبار و شهرت مدیر صندوق		
والتر و کوستر سیمیچ (۲۰۲۲)، بلینی و اسمیت (۲۰۱۳)، کونسیدیس و همکاران (۲۰۱۱)، کیتیا کاراساکون و همکاران (۲۰۱۸)، بلیک و پیکلز (۲۰۲۲)	نقدشوندگی واحدهای صندوق		
یامادا و ناگواتاری (۲۰۱۱)، پانتیف (۱۹۷۸)، منزله و سلزاک (۲۰۰۸)، منزله و سلزاک (۲۰۰۸)	سطح ریسک صندوق و نوسانات قیمتی واحدها		
آندونو و همکاران (۲۰۱۱)، بینرگن و برنندت (۲۰۱۶)	ترکیب دارایی‌های فعلی صندوق		
لی (۲۰۱۵)، چم و همکاران (۲۰۰۴)، کیتیا کاراساکون و همکاران (۲۰۱۸)	حجم معاملات صندوق		
رحمان (۲۰۲۲)، بردلی و همکاران (۲۰۱۰)، جمیل و توماس (۲۰۱۷)، سوثر (۲۰۱۶)	سن صندوق		
بکارت و بوریاس (۲۰۲۴)، گوربر (۲۰۲۴)، چن و همکاران (۲۰۰۱)، دانمو و همکاران (۲۰۲۴)	چینش سبد سرمایه‌گذاری، انتخاب سهام یا اوراق بهادار و متنوع سازی سبد		
بینرگن و برنندت (۲۰۱۶)	دامنه فعالیت فعالیت صندوق در صنایع مختلف سهام		
لی و همکاران (۱۹۹۱)، اسماعیل‌سکو (۲۰۰۸)، ما (۲۰۲۴)، فراهم و همکاران (۲۰۱۹)	اثر مساله نمایندگی، توانایی و هزینه های مدیریت		
آلوی (۲۰۱۸)، کلمنت (۲۰۰۵)، موهر و همکاران (۲۰۰۷)	تاثیر آشنایان و محیط اطراف	عوامل روانشناختی	مالی رفتاری
کاکسی و همکاران (۲۰۲۳)، گاندره (۲۰۱۵)	سوگیری به رویدادهای اخیر (وزن دادن بیشتر به رویدادها و تجربه های اخیر نسبت به گذشته)		

ارجاع	شاخص‌های اندازه‌گیری	مؤلفه‌ها	بعد
هالیگیت و همکاران، (۲۰۱۶)، شی و همکاران (۲۰۱۸)، ژو و همکاران (۲۰۰۴)، شفرین (۱۹۸۵)	پرهیز از زیان (ترجیح اجتناب از زیان در مقابل به دست آوردن سود مشابه)		
تیلور (۲۰۰۳)، ما و همکاران (۲۰۱۹)، وانگ (۲۰۲۰)	سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار		
پیکولینا و همکاران (۲۰۱۱)، پونتز و همکاران (۲۰۱۱)، اشراقی و همکاران (۲۰۱۲)	بیش اعتمادی (اعتماد به نفس کاذب) نسبت به سرمایه‌گذارهای شخصی		
الکساندر و همکاران (۱۹۹۸)، کانور (۲۰۱۸)، لی و همکاران (۲۰۱۲)	سطح دانش مالی و نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به وضعیت اقتصادی		
توماس و همکاران (۲۰۱۹)، رجا (۲۰۱۸)، تاراک (۲۰۱۴)	رضایتمندی سرمایه‌گذاران از وضعیت فعلی سرمایه‌گذاری خود		
مامسکی و همکاران (۲۰۰۲)، مکدونالد (۲۰۰۹)، ویتاتوس (۲۰۱۴)	آگاهی از فعالیت و اهداف صندوق‌های سرمایه‌گذاری		
دی لانگ و شلفر (۱۹۹۲)، لی و همکاران (۱۹۹۱)	رفتار توده وار		
پانتیف (۱۹۹۷)، روس (۲۰۰۲)	بیش واکنشی یا کم واکنشی به اخبار مثبت و منفی		

مرحله هفتم) کنترل کیفیت

در خصوص اطمینان از کیفیت نتایج حاصل از روش فراترکیب، رعایت نکات مهم در مراحل جستجو و انتخاب منابع، استخراج داده‌ها، و تحلیل و ترکیب یافته‌ها ضروری است. این اقدامات به افزایش قابلیت اعتماد به نتایج کمک می‌کند. با توجه به شیوه جستجوی منابع در پایگاه‌های اطلاعاتی که در مراحل قبلی به تفصیل توضیح داده شده است، پژوهشگر تلاش کرده است تا منابع مرتبط با موضوع پژوهش را که از نظر کیفیت به معیارهای تعیین شده در روش ارزیابی مهارت‌های حیاتی پایبند هستند، مورد مطالعه و تحلیل قرار دهد. در فرآیند استخراج شاخص‌های مربوط به شکاف قیمتی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثابت، تلاش شده است تا با دقت نظر در منابع موجود و به کارگیری روش کدگذاری باز، تمام ابعاد مطرح شده در این منابع

به‌طور جامع بررسی گردد. در این راستا، برای دسته‌بندی شاخص‌ها نیز بر اساس مفاهیم مشابه، کوشش شده تا یک چارچوب منظم و ساختاریافته برای تحلیل شکاف قیمتی ارائه شود. علاوه بر موارد فوق، برای اطمینان از کیفیت و پایایی مفاهیم استخراج شده از پژوهش‌های انتخابی، از شیوه‌ای استفاده شد که شامل مقایسه نظرات پژوهشگر با دیدگاه‌های خبرگان است. به این منظور، فهرست کدهای به‌دست‌آمده به دو نفر از خبرگان این حوزه ارائه شد تا آن‌ها بتوانند این کدها را در قالب مؤلفه‌های مشخص دسته‌بندی کنند. پس از آن، ضریب توافق کاپا برای مؤلفه‌های ارائه شده توسط پژوهشگر با استفاده از نرم‌افزار SPSS نسخه ۲۶ محاسبه گردید. نتایج نشان داد که ضریب توافق کاپا به میزان ۰٫۸۵ به‌دست آمده است که بیانگر توافق بالای بین نظرات پژوهشگر و خبرگان و همچنین پایایی نتایج است.

بحث و نتیجه‌گیری

طی سال‌ها مشاهده شده است که سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت معمولاً با قیمت‌هایی خرید و فروش می‌شود که مشخصاً با مجموع ارزش بازار تک تک سهام دارایی‌هایی که صندوق‌ها در اختیار دارند، یکی نیست (عوامل موثر بر شکاف قیمتی سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت با خالص ارزش دارایی آن‌ها). این مساله به عنوان یک ناهنجاری در نظر گرفته می‌شود، زیرا به نظر می‌رسد ناهنجاری یادشده پارادایم مالی سنتی را به چالش می‌کشد. به این معنا که دو دارایی (دارایی‌های اساسی صندوق و سهام خودِ صندوق)، که نسبت به توزیع ریسک-بازده ادعای یکسانی دارند، به طور همزمان با قیمت‌های مختلف معامله میشوند، که به نظر می‌رسد با مفهوم عدم وجود آربیتراژ در یک بازار کارا در تضاد است. از این رو بررسی شکاف قیمتی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت با هدف توضیح یکی از معماهای مالی که همچنان محققان را به خود جلب می‌کند از اهمیت بالایی برخوردار است. با توجه به عدم وجود چارچوبی جامع در زمینه شناسایی مولفه‌های موثر بر وقوع این شکاف قیمتی در پژوهش‌های انجام شده در داخل و خارج از کشور، در پژوهش حاضر تلاش گردید تا با مطالعه وسیعی از پژوهش‌های پیشین به چارچوبی جامع در زمینه شاخص‌ها، مولفه‌ها و ابعاد شکاف قیمتی دست پیدا شود. بر اساس یافته‌های پژوهش ابعاد شکاف قیمتی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت را میتوان در ۲ بعد مالی سنتی و مالی رفتاری تقسیم بندی نمود.

بعد مالی سنتی با تکیه بر نظریه رفتار عقلانی سرمایه‌گذاران به دنبال ارتباط دادن این اختلاف به دلایل منطقی، بنیادی و ویژگی‌های خاص هر صندوق می‌باشد که بر این اساس ۲۵ شاخص در ۳ مولفه شناسایی گردید. در بین مولفه‌های شناسایی شده (عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی و عوامل صندوق)، عوامل صندوق بیشترین حجم از تحقیقات را به خود اختصاص داده است. محیط سیاسی و اقتصادی یک کشور نقش مهمی در شکل‌دهی چشم‌انداز سرمایه‌گذاری به ویژه در زمینه صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. در ایران تعامل بین ثبات سیاسی، سیاست‌های اقتصادی و چارچوب‌های نظارتی تأثیر عمیقی بر گرایش‌ها و ترجیحات سرمایه‌گذاران دارد. بنابراین درک زمینه سیاسی و اقتصادی برای فهمیدن دینامیک‌های گرایش‌های سرمایه‌گذاران به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری ضروری است. در حالی که عوامل سیاسی مستقیم مدنظر نیستند، محیط اقتصادی تحت تأثیر ثبات سیاسی و چارچوب نظارتی، نقش کلیدی در شکل‌دهی چشم‌انداز سرمایه‌گذاری دارد. در کنار این عوامل، عوامل مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله مواردی است که سرمایه‌گذاران هنگام ارزیابی صندوق در نظر می‌گیرند. از جمله شاخص‌های مرتبط با عوامل صندوق می‌توان به عملکرد، شهرت مدیریت، هزینه‌ها، نقدشوندگی و ترکیب دارایی‌ها اشاره کرد.

در سمت مقابل بعد مالی رفتاری با نفی رفتار منطقی سرمایه‌گذاران، معتقد است که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نقش اساسی در انحراف قیمت صندوق‌ها از خالص ارزش دارایی آنها دارد. بر همین اساس ۱۰ شاخص در ۱ مولفه شناسایی گردید. در خصوص بعد رفتاری باید به این موضوع توجه کرد که فرهنگ و هنجارهای اجتماعی نقش مهمی در شکل‌دهی به تصمیمات اقتصادی و سرمایه‌گذاری افراد دارند. این عوامل که ریشه در باورها، ارزش‌ها و سنت‌های یک جامعه دارند، می‌توانند رفتار سرمایه‌گذاری را به شیوه‌های گوناگون تحت تأثیر قرار دهند. از میزان ریسک‌پذیری گرفته تا نوع دارایی‌های که انتخاب می‌شوند، همگی می‌توانند تحت تأثیر این عوامل فرهنگی و اجتماعی باشند.

عوامل شناسایی شده در این پژوهش، به نهادهای مسئول و مربوطه آگاهی لازم را خواهد داد و به تصمیم‌گیری بهتر آنان برای درک عوامل موثر و هدایت عوامل به سوی توسعه صندوق‌ها خواهد انجامید. همچنین با توجه به اهمیت بالای عوامل روانشناختی به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با برگزاری کلاس‌های آموزشی رایگان یا فراهم نمودن دسترسی رایگان به محتوای آموزشی، شناخت سرمایه‌گذاران نسبت به بازار بورس و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

را افزایش دهد تا سرمایه‌گذاران از جانبداری‌ها و تعصبات رفتاری خود در معاملات آگاه شوند. همچنین پیشنهاد می‌شود کاهش نا اطمینانی بازار از طریق سازمان بورس و دولت بررسی و در راستای آن تلاش شود تا با افزایش شفافیت بازار سرمایه، شکاف قیمتی کاهش پیدا کند. در واقع برداشتن گام‌هایی در جهت اطمینان بخشی از سمت سازمان و دولت به سرمایه‌گذاران نسبت به بازار بورس، میتواند استقبال سرمایه‌گذاران را نسبت به صندوق‌ها با شکاف قیمتی بالا را افزایش دهد. به پژوهشگران نیز توصیه می‌شود در پژوهش‌های آتی، عوامل شکاف قیمتی صندوق‌ها با سرمایه ثابت را با استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره همچون تاپسیس و ویکور اولویت بندی کنند.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

منابع

باباجانی، جعفر؛ بولو، قاسم؛ قربانی زاده، وجه الله و جوادی پور، علیرضا. (۲۰۲۲). چارچوب ارزیابی عملکرد کمیته حسابرسی با استفاده از روش فراترکیب، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۵۶(۱۴)، ۱-۵۰.

References

- Alexakis, P; & Petrakis, P. (1991). Analysing stock market behaviour in a small capital market. *Journal of Banking & Finance*, 15(3), 471-483.
- Alexander, G. J; Jones, J. D; & Nigro, P. J. (1998). Mutual fund shareholders: Characteristics, investor knowledge, and sources of information. *Financial Services Review*, 7(4), 301-316.
- Allevi, E; Basso, A; Bonenti, F; Oggioni, G; & Riccardi, R. (2019). Measuring the environmental performance of green SRI funds: A DEA approach. *Energy Economics*, 79, 32-44.
- Amihud, Y; Mendelson, H; & Pedersen, L. H. (2006). Liquidity and asset prices. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(4), 269-364.
- Andersson, F. N. (2020). The Euro and the Nation-State That Never Disappeared: Would Europe Benefit from the Return of National Currencies?. *The European Union and the Return of the Nation State: Interdisciplinary European Studies*, 165-189.
- Andonov, A; Bauer, R; & Cremers, M. (2012). Can large pension funds beat the market? Asset allocation, market timing, security selection and the limits of liquidity.
- Ayadi, M. A; Ben-Ameur, H; Lazrak, S; & Wang, Y. (2013). Canadian investors and the discount on closed-end funds. *Journal of Financial Services Research*, 43, 69-98.
- Baker, H. K; Filbeck, G; & Kiymaz, H. (2019). Closed-end Funds. In *The Savvy Investor's Guide to Pooled Investments: Mutual Funds, ETFs, and More* (pp. 83-115). Emerald Publishing Limited.
- Barber, B. M. (1994). Noise trading and prime and score premiums. *Journal of Empirical Finance*, 1(3-4), 251-278.
- Barclay, M. J; Holderness, C. G; & Pontiff, J. (1993). Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, 33(3), 263-291.
- Barclay, M. J; Pearson, N. D; & Weisbach, M. S. (1998). Open-end mutual funds and capital-gains taxes. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 3-43.
- Bekaert, G; & Urias, M. S. (1996). Diversification, integration and emerging market closed-end funds. *the Journal of Finance*, 51(3), 835-869.
- Berk, J. B; & Green, R. C. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of political economy*, 112(6), 1269-1295.

- Blake, D; & Pickles, J. (2022). Mental time travel and the valuation of financial investments. *Review of Behavioral Finance*, 14(3), 327-344.
- Bleaney, M; & Todd Smith, R. (2013). Excess volatility and closed-end fund discounts. *Review of Accounting and Finance*, 12(2), 165-179.
- Bodie, Z; Light, J. O; & Morck, R. (1987). Funding and asset allocation in corporate pension plans: An empirical investigation. In *Issues in pension economics* (pp. 15-48). University of Chicago Press.
- Bonser-Neal, C; Brauer, G; Neal, R; & Wheatley, S. (1990). International investment restrictions and closed-end country fund prices. *The Journal of Finance*, 45(2), 523-547.
- Bradley, M; Brav, A; Goldstein, I; & Jiang, W. (2010). Activist arbitrage: A study of open-ending attempts of closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, 95(1), 1-19.
- Brimmer, A. F; & Sinai, A. (1976). The effects of tax policy on capital formation, corporate liquidity and the availability of investible funds: A simulation study. *The Journal of Finance*, 31(2), 287-308.
- Buigut, S; & Kapar, B. (2020). Effect of Qatar diplomatic and economic isolation on GCC stock markets: An event study approach. *Finance Research Letters*, 37, 101352.
- Cakici, N; & Zaremba, A. (2023). Recency bias and the cross-section of international stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 84, 101738.
- Cao, Z; & Yang, J. (2008, October). Speculation and Closed-End Fund Puzzle in Chinese Markets. In *2008 4th International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing* (pp. 1-5). IEEE.
- Charfeddine, L; & Al Refai, H. (2019). Political tensions, stock market dependence and volatility spillover: Evidence from the recent intra-GCC crises. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 101032.
- Chay, J. B; & Trzcinka, C. A. (1999). Managerial performance and the cross-sectional pricing of closed-end funds. *Journal of financial economics*, 52(3), 379-408.
- Chen, A. H; Merville, L. J; & Won, C. (2001). A contingent claim analysis of the closed-end mutual fund discount puzzle. In *Research in Finance* (pp. 105-132). Emerald Group Publishing Limited.
- Chen, G. M; Rui, O; & Xu, Y. X. (2004). Understanding the closed-end fund puzzle from the Chinese experience. In *University of Texas at Dallas Working paper*.
- Cherkes, M; Sagi, J; & Stanton, R. (2008). A liquidity-based theory of closed-end funds. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 257-297.
- Cherkes, M; Sagi, J; & Stanton, R. (2008). A liquidity-based theory of closed-end funds. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 257-297.

- Chun-Yu, S. F. L. F; & Hod, H. W. Y. A. Political Stability and Credibility of Currency Board.
- Clement, K. (2005). Environment and sustainable development in the EU structural funds: a review of Nordic performance. *European Environment*, 15(5), 294-312.
- Datar, V. (2001). Impact of liquidity on premia/discounts in closed-end funds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41(1), 119-135.
- De Long, J. B; & Shleifer, A. (1992). Closed-end fund discounts. *Journal of Portfolio Management*, 18(2), 46.
- De Long, J. B; Shleifer, A; Summers, L. H; & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 98(4), 703-738.
- Dhar, S; Salema, S. K; & Saha, A. (2017). Factors affecting individual investor behavior: empirical evidence from mutual fund investors in Dhaka city. *Management*, 31(3&4), 79-101.
- Dickson, J. M; & Shoven, J. B. (1995). Taxation and mutual funds: An investor perspective. *Tax Policy and the Economy*, 9, 15.
- Sandelowski, M; & Barroso, J. (2007), "Handbook for Synthesizing Qualitative Research", Springer Publishing Company.
- Dimson, E; & Minio-Kozerski, C. (1999). Closed-end funds: A survey. *Financial markets, institutions & instruments*, 8(2), 1-41.
- Doblhammer-Reiter, G; van den Berg, G. J; & Fritze, T. (2021). Economic Conditions at the Time of Birth and Cognitive Abilities Late in Life: Evidence from Eleven European Countries.
- Doukas, J. A; & Milonas, N. T. (2004). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle: Out-of-sample evidence. *European Financial Management*, 10(2), 235-266.
- Duanmu, J; Hur, J; & Li, Y. (2024). Diversification and Idiosyncratic Volatility Puzzle: Evidence from ETFs. *Research in International Business and Finance*, 102443.
- Durmaz, N. (2023). Closed-End Fund Discounts and Economic Policy Uncertainty. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(3), 200.
- Ensor, T; Cooper, S; Davidson, L; Fitzmaurice, A; & Graham, W. J. (2010). The impact of economic recession on maternal and infant mortality: lessons from history. *BMC Public Health*, 10, 1-9.
- Feng, S; Fu, L; Ho, C. Y; & Ho, W. Y. A. (2023). Political stability and credibility of currency board. *Journal of International Money and Finance*, 137, 102911.
- Frahm, G; Jonen, A; & Schüssler, R. (2019). The fundamental theorems of asset pricing and the closed-end fund puzzle. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 22(05), 1950025.
- Fredman, A. J; & Scott, G. C. (1991). Investing in closed-end funds: Finding value and building wealth. (No Title).

- Fujiwara, K. (2006). Does the Japanese closed-end fund puzzle exist? An empirical study of the efficiency of the financial market in Japan. *International Journal of Business*, 11(1), 35.
- Gandré, P. (2015, June). Asset prices and information disclosure under recency-biased learning. In XVth RIEF Doctoral Meetings in International Trade and International Finance, Université d'Orléans.
- Gemmill, G; & Thomas, D. C. (2018). Fund mortality and fair discounts on closed-end funds. Available at SSRN 2910842.
- Golec, J. H. (1996). The Effects of Mutual Fund Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees. *Financial Services Review*, 5(2), 133-148. [https://doi.org/10.1016/S1057-0810\(96\)90006-2](https://doi.org/10.1016/S1057-0810(96)90006-2)
- Gruber, M. J. (2024). Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *Annals of Operations Research*, 1-25.
- Hallegatte, S; Bangalore, M; & Jouanjean, M. A. (2016). Avoided losses and the development dividend of resilience. Realising the 'Triple Dividend of Resilience' A New Business Case for Disaster Risk Management, 31-54.
- Hamilton, J. D; Harris, E. S; Hatzius, J; & West, K. D. (2015). The equilibrium real funds rate: Past, present and future (No. w21476). National Bureau of Economic Research.
- Hughen, J. C; & McDonald, C. G. (2006). Does order flow commonality extend across trade sizes and securities? *Financial Management*, 35(1), 107-128.
- Hwang, B. H. (2011). Country-specific sentiment and security prices. *Journal of Financial Economics*, 100(2), 382-401.
- Ismailescu, I. (2008). Determinants of the time-variation in emerging-market closed-end fund premiums: a comparison between equity and bond funds. *The American Economist*, 52(2), 54-64.
- Javadov, R; Feyzullaev, M; & Jabbarov, A. (2021). IMPACT OF DEVALUATION OF NATIONAL CURRENCIES ON SUSTAINABLE ECONOMIC DEVELOPMENT. *Economic and Social Development: Book of Proceedings*, 67-77.
- Johnsen, D. B. (2003). Socially responsible investing: a critical appraisal. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 219-222.
- Johnson, S. A; Lin, J. C; & Song, K. R. (2006). Dividend policy, signaling, and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, 81(3), 539-562.
- Kaur, I. (2018). Mutual fund investor's behaviour towards information search and selection criteria: Do knowledge and perception about mutual funds matter?. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(4), 395-414.
- Kim, J. C. (2010). Investment barriers and premiums on closed-end country funds. *International Review of Economics & Finance*, 19(4), 615-626.

- Kim, J. C; & Song, K. (2006). Country risk, fund characteristics, and premiums on closed-end country funds. Sungkyunkwan University, Seoul, South Korea.
- Kittiakarasakun, J; Misra, L; & Yildirim, S. (2018). An analysis of closed-end funds discounts viewed from a lack of redemption perspective. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50, 415-440.
- Kittiakarasakun, J; Misra, L; & Yildirim, S. (2018). An analysis of closed-end funds discounts viewed from a lack of redemption perspective. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50, 415-440.
- Kousenidis, D. V; Maditinos, D. I; & Šević, Ž. Š. (2011). The premium/discount of closed-end funds as a measure of investor sentiment: evidence from Greece. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 27(4), 29-52.
- Kumar, A; & Lee, C. M. (2006). Retail investor sentiment and return comovements. *The Journal of Finance*, 61(5), 2451-2486.
- Kumar, R; & Noronha, G. M. (1992). A re-examination of the relationship between closed-end fund discounts and expenses. *Journal of Financial Research*, 15(2), 139-147.
- Lamont, O. A; & Thaler, R. H. (2002). Anomalies: The law of one price in financial markets. *Journal of economic perspectives*, 17(4), 191-202.
- Lee, C. M; Shleifer, A; & Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The journal of finance*, 46(1), 75-109.
- Lee, C; Shleifer, A; & Thaler, R. H. (1990). Anomalies: Closed-end mutual funds. *Journal of economic Perspectives*, 4(4), 153-164.
- Lee, D. W. (2015). The role of trading volume in the “volatility puzzle”. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 44(5), 783-809.
- Lee, T; Yun, T. W; & Haley, E. (2012). The interplay between advertising disclosures and financial knowledge in mutual fund investment decisions. *Journal of Consumer Affairs*, 46(2), 260-287.
- Lenkey, S. L. (2015). The closed-end fund puzzle: Management fees and private information. *Journal of Financial Intermediation*, 24(1), 112-129.
- Levy-Yeyati, E; & Ubide, A. (2000). Crises, contagion, and the closed-end country fund puzzle. *IMF staff papers*, 47(1), 54-89.
- Luo, M; Jiang, D. X; & Cai, J. (2014). Investor sentiment, product features, and advertising investment sensitivities. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43(6), 798-837.
- Ma, L. (2024). What drives closed-end fund discounts? Evidence from COVID-19. *Financial Management*, 53(1), 119-143.
- Maboya, M; & McKay, T. (2019). The financial sustainability challenges facing the South African non-profit sector.
- Malkiel, B. G. (1977). The valuation of closed-end investment-company shares. *The Journal of Finance*, 32(3), 847-859.

- Mamaysky, H; & Spiegel, M. (2002). A theory of mutual funds: Optimal fund objectives and industry organization. Yale School of Management working paper.
- Manning, R. (2023). Do Private Equity Fund Managers Opportunistically Smooth Fund Performance for Private Gain? Available at SSRN 4538593.
- Manzler, D. L; & Slezak, S. L. (2008). The Closed-End Fund Premium Puzzle and Portfolio/Fund Risk Differences. *Fund Risk Differences* (March 18, 2008).
- McDonald, J. G. (1974). Objectives and performance of mutual funds, 1960–1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(3), 311-333.
- Ministro, A. (2006). Property funds in Portugal: Past, present and future. University of London, University College London (United Kingdom).
- Minovic, J; & Eric, D. (2016). Impact of political risk on frontier capital market. *Engineering Economics*, 27(2), 151-162.
- Möhner, A; & Klein, R. J. (2007). The Global Environment Facility: Funding for adaptation or adapting to funds. Stockholm, Stockholm Environment Institute.
- Moreno-Lázaro, J. (2015). The Stock Exchange, the State and economic development in Mexico, 1932-1976. *Revista de Historia Economica-Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 33(2), 321-350.
- Paul, T. (2014). A Review of Mutual Fund Investors' Satisfaction from Marketing Mix Dimensions. *Asian Journal of Research in Business Economics and Management*, 4(5), 65-71.
- Petersen, M. A. (1996). Allocating assets and discounting cash flows: pension plan finance. *Pensions, savings and capital markets*, 1-26.
- Pikulina, E; Renneboog, L; & Tobler, P. N. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, 43, 175-192.
- Pontiff, J. (1995). Closed-end fund premia and returns implications for financial market equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 37(3), 341-370.
- Pontiff, J. (1997). Excess volatility and closed-end funds. *The American Economic Review*, 155-169.
- Popoola, N. I; Ojetunde, I; Sule, A. I; & Okoh, S. A. (2023). Factors Influencing Gender Inequality in Land and Property Ownership Among Peri-Urban Women in Minna, Nigeria. *Ghana Journal of Development Studies*, 20(1), 58-81.
- Puetz, A; & Ruenzi, S. (2011). Overconfidence among professional investors: Evidence from mutual fund managers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(5-6), 684-712.
- Rabinovitz, Y. (2023). A Novel Way for Inflation Forecasting? The Case for the Close End Formulas. *The Case for the Close End Formulas* (December 24, 2023).

- Rahman, F. (2022). Discount Puzzle of Closed-End Mutual Funds: A Case of Bangladesh. arXiv preprint arXiv:2209.13102.
- Rajchlová, J; Baranyková, M; Polák, M; & Brož, Z. (2011). Proposing changes in legislative and institutional conditions for private equity and venture capital financing in the Czech Republic—a comparative study with Poland. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 59(7), 317-324.
- Rajeswari, M. R. (2018). A Study on Satisfaction Level of Mutual Fund Investors. *Journal of Commerce and Management Thought*, 9(2), 186-191.
- Ramchander, S; Simpson, M. W; & Thiewes, H. (2008). The effect of macroeconomic news on German closed-end funds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(4), 708-724
- Ross, S. A. (2002). A neoclassical look at behavioral finance; closed-end funds. *Princeton Lectures in Finance III*.
- Seltzer, D. F. (1989). Closed-end funds: discounts, premia and performance. The University of Arizona.
- Shefrin, H; & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of finance*, 40(3), 777-790.
- Shen, L; Du, T; & Ji, S. (2019). Neural Network Model for Classifying the Economic Recession and Construction of Financial Stress Index. In *Data Science: 5th International Conference of Pioneering Computer Scientists, Engineers and Educators, ICPCSEE 2019, Guilin, China, September 20–23, 2019, Proceedings, Part II 5* (pp. 564-578). Springer Singapore
- Sialm, C; & Zhang, H. (2020). Tax-Efficient asset management: Evidence from equity mutual funds. *The Journal of Finance*, 75(2), 735-777.
- Simpson, A. (2013). Does investor sentiment affect earnings management?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(7-8), 869-900.
- Souther, M. E. (2016). The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds. *Journal of financial economics*, 119(2), 420-440.
- Switzer, L. N; & Huang, Y. (2007). How does human capital affect the performance of small and mid-cap mutual funds? *Journal of Intellectual Capital*, 8(4), 666-681.
- Taylor, J. (2003). Risk-taking behavior in mutual fund tournaments. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 50(3), 373-383.
- Thomas, B. J. (2019). Product Performance Satisfaction Level of Mutual Fund Investors. *PRINCIPAL'S MESSAGE*, 5(12), 2469-6501.
- Van Binsbergen, J. H; & Brandt, M. W. (2016). Optimal asset allocation in asset liability management. *Handbook of Fixed-Income Securities*, 147-168.
- Vyšniauskas, P; & Rutkauskas, A. V. (2014). Performance evaluation of investment (mutual) funds. *Business: Theory and Practice*, 15(4), 398-407.

- Wang, J; Wang, X; Yang, J; & Zhuang, X. (2020). Impact of investor sentiment on mutual fund risk taking and performance: Evidence from China. *Enterprise Information Systems*, 14(6), 833-857.
- Wang, Z. J; & Nanda, V. (2011). Payout policies and closed-end fund discounts: Signaling, agency costs, and the role of institutional investors. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 589-619.
- Weiss, Kathleen, 1989, The post-offering price performance of closed-end funds, *Financial Management Autumn*, 57–67.
- Xie, Y; Hwang, S; & Pantelous, A. A. (2018). Loss aversion around the world: Empirical evidence from pension funds. *Journal of Banking & Finance*, 88, 52-62.
- Yamada, T; & Nagawatari, M. (2010). Investor Expectations and the Volatility Puzzle in the Japanese Stock Market. *Securities Analysts Journal*, 48(12), 47-57.
- Yarovaya, L; Mirza, N; Abaidi, J; & Hasnaoui, A. (2021). Human capital efficiency and equity funds' performance during the COVID-19 pandemic. *International Review of Economics & Finance*, 71, 584-591.
- Zach, T. (2003). Political events and the stock market: Evidence from Israel. Available at SSRN 420242.
- Zhou, R; & Pham, M. T. (2004). Promotion and prevention across mental accounts: When financial products dictate consumers& investment goals. *Journal of consumer research*, 31(1), 125-135.
- Zweig, Martin E; 1973, An investor expectations stock price predictive model using closed-end fund premiums, *Journal of Finance* 28, 67–87.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.